



История изменения ставки в конце 20-го века.

Для того чтобы прогноз развития трендов финансовых рынков имел хоть какую-то вероятность исполнения, его немисливо осуществлять, не проведя анализа тенденций, имевших место на мировых рынках капиталов в прошлом, поскольку нынешний структурный вид финансовые рынки приобрели лишь во второй половине двадцатого века.

Анализ мотивов подталкивающих ФРС к росту ставок для заимствования на рынке имеет смысл начать с середины 90-х годов, когда соглашение между основными промышленными странами легализовало плавающие (гибкие) курсы валют, разрешив странам участникам устанавливать режим обмена по выбору. С этого момента ставка рефинансирования, устанавливаемая Фед, начала приобретать значение рычага управляющего экономикой. Политика администрации Президента США Рейгана предполагала решение проблемы растущего бюджетного дефицита за счёт увеличения притока инвестиций на долговой рынок. Адекватное увеличение ставки рефинансирования см. на графике.

Источник данных: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Обратной стороной медали под названием «высокие ставки» стал рост курса доллара ко всем валютам кроме йены. Уже к 1984 году растущий курс доллара стал главной проблемой США. Американская промышленность всерьез начала переходить на импортное сырье и переводить производство за границу.

В целях борьбы с сильным долларом семь ведущих индустриальных стран принимают решение о совместных действиях Центральных банков направленных на девальвацию американской валюты. Со своей стороны ФРС в период с 84-го по 86-й года серией решений о снижении учетной ставки приводят оную с уровня 12 до 6 процентов годовых (см. график). Ниже ставка остаётся только в Германии и Японии. Эти две экспортно-ориентированные страны получают в период начала 80-х максимальную выгоду от низких собственных ставок и дорогого доллара, который они получают по расчётам за продукцию, реализованную на территории США.

Последующие два года США пожинают плоды понижения ставки. Валюты конкурентов растут по отношению к доллару, ухудшая положение производителей этих стран на рынке. Идёт активная репатриация капитала. К этому времени Америка уже в состоянии самостоятельно справиться с оттоком инвестиций за счёт роста внутреннего потребления и политики решения бюджетных проблем за счёт эмиссии национальной валюты.

Источник данных: IMF International Financial Statistics.

Бегство капитала из США идёт не столько в страны с более высокой ставкой, хотя такой процесс тоже имел место быть, но в основном в Японию, показывающей в этот период феноменальные темпы роста. Её ВВП увеличился в течение 1984-1991 гг. более чем на 50% (в текущих ценах). Для страны настал золотой век, который у нас в стране известен как «японское экономическое чудо». Она превратилась в лидера мировой обрабатывающей промышленности. Некоторые японцы утверждали, что им больше нечему учиться у Запада. Темпы роста японского импорта и экспорта за 1985-1990 гг. в два раза превышали темпы американского, а среднегодовые темпы роста ВВП Японии вообще наивысшие на планете. Однако переток средств из США имеет



негативную составляющую. К 1987 году японская йена укрепляется по отношению к доллару в два раза. В попытке остановить потерю конкурентоспособности отечественного производителя, и стимулировать внутренний спрос и инвестиции Банк Японии по примеру ФРС уже к середине 1987 года принимает решение о снижении ставки рефинансирования до уровня 2,5% годовых. Параллельно снижению ставки правительство Японии раздувает бюджетные расходы (34,6% роста с 1984 г. до 1990 г.). В результате йена замедляет рост, но побочный эффект крайне негативен. Японские инвесторы до 87-го года с радостью покупавшие государственные облигации в один момент становятся нетто-продавцами бумаг, низкая доходность по которым их категорически не устраивает. Надежда на то, что низкая ставка стимулирует внутреннее потребление и инвестиционную активность не спасает рынок внутреннего суверенного долга. Единственным покупателем остаётся Банк Японии, и рынок теряет ликвидность. Освободившиеся средства уходят на фондовый рынок, где корпорации по-прежнему демонстрируют неплохие темпы роста, и на рынок недвижимости.

В этом же году в США происходят не менее значительные события со знаком минус. Финансирование бюджетного дефицита за счёт эмиссии выливается в необоснованный рост акций американских компаний. Низкие ставки заимствования для брокерских компаний разогрели ситуацию до предела. После серии инсайдерских скандалов, сначала обрушился рынок "мусорных" облигаций, а затем и американский фондовый рынок последовал вслед. На следующий после обвала день Алан Гринспен (Alan Greenspan), свежеспечённый председатель ФРС, неожиданно заявил, что ФРС сможет обеспечить банки достаточным количеством средств для предоставления кредитов брокерским фирмам. В заявлении также говорилось, что ФРС не отказывается от своих обязанностей центрального банка страны и готова выступить в качестве источника ликвидности для поддержки экономической и финансовой системы. Это означало только одно – усиление эмиссионной деятельности монетарных властей Америки. С этого момента и до сих пор эмиссионная палочка-выручалочка исправно работает на благо Федерального Резерва США. Фондовый рынок понемногу стал восстанавливаться, а вот падение доллара удалось остановить лишь год спустя. За это время Япония испытала настоящий инвестиционный бум. В конце восьмидесятых многие специалисты в самой Японии и за ее пределами полагали, что Япония создала новую и более успешную форму капитализма. К 1990 году Япония представляет собой 3% площади земной суши, однако на нее приходилось 60% мировой стоимости земли и недвижимости. Это был величайший спекулятивный пузырь всех времен. Финансовое могущество перешло от США к Японии. Одновременно нарастали противоречия между капиталистическими центрами в области регулирования валютного рынка. Центральные Банки Японии и Германии, стран имеющих положительное торговое сальдо, вынуждены выкупать валюту у экспортёров (чем не Россия 2004-го года). Руководящие денежно-кредитные учреждения Японии и Западной Германии побоялись инфляционных последствий нестерилизованной интервенции, и их попытка ограничить свои национальные денежные массы привела к всемирному повышению процентных ставок.

Повышение процентной ставки Японским Центральным банком в 1989 г. послужило первым толчком к краху. Раздутые цены на земли и акции упали за короткое время, понизив стоимость залога банковских кредитов. В экономике стали накапливаться «плохие долги», банки начали сокращать кредитование, усугубляя спад. Возникшие в результате безнадежные кредиты создали огромный банковский кризис, исправить последствия которого не удаётся до сих пор.



К 90-му году от бывшего финансового величия Японии не осталось и следа. В 1991 началась гражданская война в Югославии, создав многолетний очаг напряженности и политического риска для европейских валют. Кроме того, в это время Германия поглощена проблемами объединения. Америка безраздельно заняла место ведущей мировой державы. Приток средств со всех концов света обеспечивает Америке управляемый доллар и стабильно низкую инфляцию. ФРС имеет возможность перейти к снижению учетной ставки (с 8 % в 1990 году к началу 1993 ставка снизилась до 3%) для уменьшения нагрузки на бюджет, который продолжает оставаться дефицитным (см. график).

Источник данных: IMF International Financial Statistics.

Модель роста американской экономики в 90-е годы основывалась в основном на ожидании резкого роста производительности за счёт уменьшения транзакционных издержек как эффект от внедрения новых технологий hi-tech. Однако этот несомненный позитив содержал в себе несколько мин замедленного действия. Во-первых, максимальный эффект от информатизации и компьютеризации процессов был достигнут на фондовой бирже, где транзакционные издержки практически были сведены к нулю. Электронная коммерция упростила процедуру доступа на биржу настолько, что она стала доступной не только простым людям, обладающим незначительными средствами, но компаниям с иностранным происхождением. Порой ненужно было быть профессионалом, чтобы получить прибыль от инвестиций, достаточно было просто купить акции практически любой компании. Профессионализм же участников проявлялся в том, чтобы выбрать компанию, акции которой будут расти, опережая темпы роста биржевых показателей. В таких условиях инвестиции от прибыли полученной нерезидентами от деятельности на территории США реинвестировались на непрерывно растущем фондовом рынке. К этому можно добавить счета, зарегистрированные в оффшорных зонах, принадлежащие иностранным финансовым структурам. Подобный рынок, благодаря высоким нормам доходности, как магнит притягивает в экономику все новые и новые зарубежные капиталы (иностраные инвестиции на рынке акций США в 1990 году составляли 300 млрд. долл., а в 1999 - уже почти 2 трлн. долл.), а населению дает возможность поднять свой жизненный уровень, поддерживая рост сектора услуг. Причём рост инвестиций в американскую экономику происходил на фоне разнонаправленного движения ставки рефинансирования (см. график).

Источник данных: IMF International Financial Statistics.

Во-вторых, развитие сектора высоких технологий обеспечило обрабатывающим отраслям большую мобильность в выборе региона с меньшими затратами на производство товара, а это страны с дешёвой рабочей силой и приемлемыми климатическими условиями. Отсюда создание транснациональных компаний, активный экспорт технологий и создание новых рабочих мест в странах Юго-Восточной Азии, а не в США. Кроме того, сам по себе рост производительности приводил к сокращению рабочих мест в производственных отраслях Америки. Некоторое время такой процесс мог компенсироваться созданием рабочих мест в сфере услуг и на предприятиях финансируемых государством, но оба сектора экономики должны обеспечивать перманентный рост доходов населения. Финансировать рост доходов всего населения занятого в госсекторе и развитие социальной сферы взялось государство. Откуда взять средства? Рост ВВП в этот период не позволял



надеяться на резкое увеличение налоговых поступлений (см. график). Как мы видим, рост стабилен, но не более того.

Источник данных: IMF International Financial Statistics.

Приток средств со стороны иностранных инвесторов на фондовый рынок лишь покрывает дефицит торгового баланса. Остаётся увеличивать дефицит бюджета, наладив его финансирование при помощи роста заимствования на рынке государственных облигаций. Для роста привлекательности рынка ФРС поднимает ставку до 6 процентов к середине 1995 года. Наиболее наглядно последствия такого решения Правительства США отражены на следующем графике.

Источник данных: IMF International Financial Statistics.

После достаточно спокойного и относительно ровного динамичного роста в начале 90-х, период с середины этого десятилетия характеризовался постепенным усилением колебаний основных биржевых показателей. Мир значительно изменился. К традиционным локомотивам постиндустриального развития Японии и Германии прибавились страны восточно-азиатского региона. Доля Сингапура, Таиланда, Южной Кореи, Гонконга, Малайзии и т.д. в мировом производстве превысила 40%. Экономика этих стран росла на отраслях, где использовались, но не создавались новые технологии. При этом конкурентоспособность продукции на мировом рынке в основном определялась стоимостью рабочей силы и длительностью рабочей недели. Однако, финансы этих стран, несмотря на развитие производственных мощностей, отличались высокой нормой сбережения и зависимостью от иностранных инвестиций. Причём сбережения осуществлялись в национальной валюте, а инвестиции в иностранной, что вело к повышению курса стран Юго-восточного региона. Ясно что такая ситуация в первую очередь не устраивала американцев, получивших устойчивый отток промышленного капитала. Рост ставки ФРС вкупе с насыщением рынка товарами, на выпуске которых специализировались "азиатские тигры", привёл к оттоку капитала из региона и значительному ослаблению позиций национальных валют. За годы роста регион так и не создал среднего класса, чей платёжеспособный спрос мог бы вытянуть экономику за счёт роста внутреннего потребления. Очередной кризис стал неизбежен. Спекулянты, наиболее точно чувствующие конъюнктуру мирового рынка, воспользовались ситуацией. Агрессивные действия крупных иностранных фондов действовавших на территории азиатского региона привели в 1997 году к массовому обвалу валют и фондовых региональных рынков.

Давление спекулянтов вынудило банк Таиланда, после двухнедельного противостояния спекулятивным атакам, отпустить курс национальной валюты. Началось падение курса бата. С огромной скоростью валютный кризис стал распространяться на соседние страны АСЕАН. Всего через две недели начался обвал курсов индонезийской рупии, филиппинского песо и малазийского ринггита. К сентябрю 1997 курсы этих валют снизились на 30-40%. Примерно таким же было падение на фондовых рынках этих четырех стран: стремясь защитить свои средства от обесценения, иностранные портфельные инвесторы рванулись к выходу, в панике распродавая активы. "Азиатское чудо" на глазах превращалось в "азиатский кошмар". Несмотря на то, что в той или иной степени первая волна кризиса затронула все страны АСЕАН, а отголоски ее проявились даже в Латинской Америке, поначалу большинство аналитиков предпочитало видеть в ней лишь региональный феномен. Однако, когда упал фондовый рынок и рынок недвижимости Гонконга стало ясно, что кризис перерос



региональные масштабы. Особенность заключалась в том, что Правительству Гонконга при помощи Национального Банка Китая удалось отбить атаки спекулянтов на местную валюту, но это не помешало разрастанию кризисных явлений. Последствия этого финансового кризиса Юго-Восточной Азии дестабилизировали фондовые рынки по всему миру, а российскому, например, вообще суждено было восстановиться лишь через пару лет.

Парадокс в том, что в самый разгар кризиса, затронувшего весь мир, фондовый рынок США продолжал устанавливать рекорд за рекордом. Инвесторы развернулись в сторону Америки, туда стали стекаться все деньги, что давало основания рассуждать о несокрушимости американской экономики. Однако сам по себе 30-процентный рост фондового индекса в течение всего лишь одного полугодия настораживал. А то, что этот стремительный рост происходит на фоне снижения прибылей корпораций и изменения прогнозов ВВП в сторону снижения, свидетельствовали о том, что ситуация на рынке США предельно нестабильна. Впрочем, несмотря на усиливающиеся колебания до 2000 года тренд роста фондового рынка США оставался положительным.

Приток горячих денег сделал бюджет профицитным и американские экономисты, уверенные в неотвратимом росте экономики, стали опасаться, что снижение уровня безработицы толкнёт вверх инфляцию. Данная тенденция не могла остаться без внимания специалистов и правления ФРС. В 1999-2000 годах, для охлаждения экономики было принято решение провести серию повышений ставки рефинансирования до уровня 6.25 %. На последнее повышение произошедшее в марте 2000 рынок отреагировал мгновенно, что в принципе было закономерно. К лету 2000 года фондовый рынок США имел невероятные финансовые показатели и был раздут постоянным притоком капитала как мыльный пузырь, готовый в любой момент лопнуть.

Особенно сильным было падение на бирже NASDAQ, что было вызвано нарастающей разочарованностью в секторе HiTech и Internet секторе в частности. Именно в этом секторе разница между рыночной капитализацией и стоимостью реальных активов была наиболее велика.

Цель ФРС по охлаждению экономики была достигнута, однако обвал превзошел все ожидания. Последующие многократные понижения ставки рефинансирования были во многом направлены на стабилизацию ситуации. Только в 2001 году на 11 из 12 регулярных собраний правления ФРС было принято решение о понижении ставки рефинансирования. Однако особого результата это не дало, и теперь уже с полной уверенностью можно сказать, что впервые за историю американского фондового рынка долгосрочные тренды его показателей стали отрицательными, тем более что бесспорных факторов для роста экономики США нет (что признается многими учеными и американскими в том числе). Постоянные заявления Джорджа Буша Младшего о двукратном увеличении оборонных расходов, в свое время приведших к стагнации экономику СССР, еще сильнее уменьшают шансы экономики США на интенсивный рост в ближайшем будущем (см. графики).



Текущая рыночная ситуация.

В настоящее время ставка рефинансирования как инструмент регулирования экономики, который так активно используется ФРС США, вряд ли уже имеет такое большое значение как в прошлые годы, но определённо оказывает воздействие на мировой рынок. Понижение ставки делает деньги более доступными, кредиты более дешевыми, тем самым, активизируя реальный сектор (и наоборот). Но происходит это не сразу. Эффект от изменения ставки рефинансирования оценивается как среднесрочный. Даже фондовый рынок, исправно реагирующий на любое её изменение, приобрёл некоторый иммунитет к колебаниям стоимости кредита. Отсюда можно сделать вывод, что в настоящий момент для ФРС учётная ставка является прежде всего психологическим инструментом, нежели экономическим. Например, снижение ставки в первый день после 11 сентября наверняка не связано с ожиданием специалистов ФРС эффекта от этой меры через пол года. Просто было сиюминутное желание спасти рынок от обвала. Следует отметить, что негласно провозглашаемый ФРС лозунг «Не фондовый рынок для экономики, а экономика для фондового рынка» является весьма порочным. Рынок постепенно приспособливается к постоянным изменениям ставки рефинансирования и начинает реагировать все более неожиданно и неадекватно.

Текущее повышение учетной ставки комитет по открытым рынкам ФРС США объяснил улучшением общей экономической ситуации, даже, несмотря на радикальное повышение цен на энергоресурсы. В ФРС не ждут ускорения инфляции, но оставляют за собой право корректировать монетарную политику.

Попробуем проанализировать последствия перехода политики ФРС к фазе роста учётной ставки для рынка долгов развивающихся стран с точки зрения истории её изменения, скорректированной на текущие реалии.

Иностраный капитал притекает в США свободно под влиянием рыночных интересов. Поэтому обязательства США перед иностранными инвесторами выглядят как долг, так же, как обязательства банка перед вкладчиками или корпорации перед акционерами.

С одной стороны, в настоящее время появились опасения крупного изъятия финансовых ресурсов из США. В мировом хозяйстве пока нет страны или группы стран, обладающих сравнимым потенциалом, проявляющим динамизм роста и способным принять эти ресурсы. Это, однако, не означает, что невозможно значительное перераспределение финансовых ресурсов, в том числе путем перелива капитала из США в другие страны и регионы. Кандидатов на эту роль в последнее время много, но для этого там должны созреть и проявиться условия для динамичного роста на достаточно солидной базе. Более процесс идет. Пока более всех этим условиям соответствует Китай, но памятью о печальных событиях 97 года в соседних странах, он проводит очень закрытую финансовую политику. Рассматривать Китай как полноценный полигон для инвестиций можно будет только при обеспечении плавающего курса юаня, но тогда китайская экономика станет зависеть от притока оттока капитала извне, который может надувать и сдувать мыльные пузыри на внутреннем рынке исходя из субъективных факторов и желаний крупных финансовых структур. Эффективной защиты от этого пока не придумано. А значит, пока Китай не будет за счёт внутреннего спроса поддерживать темпы роста ВВП, сравнимые с текущими, надеяться на либерализацию финансового рынка страны не стоит. Разумной альтернативой выглядят вложения в канадскую и австралийскую экономики, которые



пока не перегружены долговым бременем, имеют диверсифицированную структуру и практикуют свободу финансовых отношений. Можно добавить сюда инвестиции в Европу и Великобританию, где экономики не так сильны, но за счёт роста курса местной валюты вложения в долговой рынок выглядят привлекательно. И, наконец, вполне привлекательно выглядит размещение свободных средств в развивающиеся страны. У каждой из них своя особенность. Некоторые, как Россия, сильно зависят от внешней конъюнктуры, но имеют неплохой баланс резервов и обязательств. Некоторые показывают неплохие темпы роста промышленности. В любом случае текущая доходность позволяют международным инвесторам увеличивать долю активов размещённых в бумагах развивающихся стран.

С другой стороны, в истории действия США по увеличению стоимости заимствования на открытом рынке всегда были связаны с чрезмерным оттоком капитала из страны. Вот и сейчас потребности США в финансировании различного рода дефицитов превышают все разумные пределы. Однако, успех мероприятия по возврату инвестиционного ресурса, прежде всего, определялся наличием диспропорций в регионе, куда этот инвестиционный капитал бежал. Так было и в случае с Японией в 1990, так было и в Юго-Восточной Азии в 1997-м. Однако в 2000-м году уже произошёл первый сбой. Рост ставки, призванный, скорее всего, изъять капитал из зоны образованной введением безналичного обращения единой европейской валюты, для устранения прямого конкурента на мировое господство, привёл к краху фондового рынка самой Америки. На тот момент этот рынок оказался самым перегретым. Теперь после некоторой передышки рост ставки возобновился. Планомерный рост ставки и заверения в том, что американская экономика вновь самая преуспевающая в мире и темпы её развития будут только увеличиваться не что иное, как попытка вернуть те средства, которые утекли из страны за время низких ставок. Без резкого притока средств финансирование текущих военных и социальных расходов просто не представляется возможным. Откуда эти средства могут вернуться? Никакого значительного пузыря, который, лопнув, мог бы резко повысить приток капитала в США, не наблюдается. Кроме, возможно, опять таки американского фондового рынка. Наученные горьким опытом инвесторы последние годы стараются максимально диверсифицировать собственные портфели. Значит, привлекать заёмные средства придётся за счёт создания дифференциала ставок между США и предполагаемыми регионами-донорами.

Однако потенциал роста ставки сильно ограничен. Доходность выше, чем в развивающихся странах обеспечить не удастся, цена заимствования там будет расти опережающими темпами. Кроме того, повышение ставки само по себе отнюдь не способствует росту экономической активности в регионе. Развитие замедляется, но результат, как мы уже указывали, виден с временным лагом приблизительно в полгода. А ведь есть ещё побочный эффект в виде укрепления национальной валюты, т.е. снижения конкурентоспособности национального производителя. Как раз сейчас эти процессы мы и наблюдаем. Так что задача привлечения инвестиций в экономику США в настоящий момент выглядит не такой простой, а успех не таким очевидным, как может показаться стратегам из ФРС.

Несомненно, часть средств консервативных инвесторов перейдёт в американские бумаги, но это будут не акции (по сути, бесплатные вливания в экономику), а облигации. При этом соотношение национального долга к ВВП и так выглядит не очень, а в перспективе может привести к понижению рейтинга заёмщика. Рост заимствований, очевидно, опережает темпы роста ВВП (см. график).



Чтобы не увеличивать и без того большое давление долгового бремени необходимо резко увеличить конкурентоспособность экономики, тогда растущий ВВП и приток средств на фондовый рынок снизят нагрузку на бюджет, связанную с обслуживанием долга.

Сожжет ли привлечённый за счёт роста савки капитал изменить структурные проблемы американской экономики? Ответ отрицательный. Причин для резкого роста экономики нет. Проблема повышения конкурентоспособности продукции для США не находится в области недостатка инвестиционного ресурса. Передовыми технологиями обладают в равной степени почти все индустриально развитые страны, а прорыва сравнимого с научно-технической революцией связанной с изобретением полупроводниковых схем не предвидится. Те инвестиции, которые делались в последнее время в Америке, дают ощутимый экономический эффект только в области медицины. Но эта отрасль плохой мультипликатор экономического роста. Применение другого способа повышения конкурентоспособности за счёт снижения себестоимости продукции за счёт уменьшения фонда оплаты труда пока представить трудно. Подавляющая часть населения обременена кредитными обязательствами и снижение доходов населения в виде заработной платы может означать глобальный крах экономики с резким ростом безработицы и галопирующей инфляцией.

Таким образом, единственное в чём можно быть уверенным - это то, что при ограниченном росте ставки, рост курса доллара по отношению к мировым валютам абсолютно расходится с интересами США. ФРС всеми силами постарается сохранить движение курса доллара в понижительном тренде, причём, скорее всего, путём скрытых интервенций. Это означает, при неизменности отношения ЦБ к валютному рынку, устойчивый рост российской валюты. Сейчас ревальвация стала реальностью для многих валют мира - мексиканского песо, пакистанской рупии и вьетнамского донга, австралийского и канадского долларов, южноафриканского рэнда ... Активизировались спекулятивные атаки на рынках европейских валют. На очереди юань и гонконгский доллар.

Поскольку доллары от эмиссии на покрытие бюджетного и торгового дефицитов, а также потраченные на удержание курса доллара от излишнего укрепления будут исправно пополнять закрома инвестиционных фондов. Учитывая сложившуюся в настоящий момент систему перераспределения инвестиционного ресурса можно предположить, что средства будут расплзаться по миру, оседая в ЗВР стран с положительным сальдо текущего счёта. Поскольку рост учётной ставки на 2 процента за последний год не привёл к резкому снижению цен на нефть, то мы считаем, что спекулятивная составляющая на сырьевом рынке была явно переоценена и высокий уровень цен на энергоносители в ближайшей перспективе сохранится. Это позволяет надеяться на то, что Россия будет выделяться среди развивающихся стран надёжностью актива, который, по сути, является гарантией возврата средств от инвестиций в российские бумаги.

К тому же, раз рост курса рубля по отношению к доллару неизбежен, то инвестиции в российский рынок будут увеличиваться. Значит, рост рынка российских бумаг предопределён, несмотря на рост инфляционных ожиданий. У этих двух процентных показателей одна движущая сила – рост денежной базы, но толкает она их в противоположном направлении.

У валютных облигаций та же судьба, несмотря на угрозу роста ставки по Fed Funds. Дело в том, что уже сейчас видно, что эмиссионные доллары оказывают



хорошую поддержку рынку Treasuries, не позволяя ценам снижаться даже в условиях роста ставки. Рост доходностей возможен в условиях нарастания бюджетного кризиса и понижения рейтинга американских корпораций, но это скорее проблемы американского рынка облигаций, а не российского. К тому же долг США устойчиво растёт по отношению к ВВП, а российский падает. Такая динамика сама по себе должна определять значительную перспективу сужения спрэда.

ВЫВОДЫ.

Наш прогноз до конца года:

Несмотря на рост инфляции и прогнозируемый отток иностранного капитала по итогам 2005 года мы позитивно оцениваем конъюнктуру российского долгового рынка.

- Во-первых, повышение ставки по нашему мнению не приведёт к значительному увеличению доходности Treasuries в силу отсутствия альтернативы для размещения огромных объёмов средств поступающих на мировой рынок.

- Во-вторых, направление капиталопотоков с завершением цикла плавного повышения учётной ставки в США по нашим прогнозам изменится. Во втором полугодии вопреки прогнозам МЭРТ и Минфина РФ мы ожидаем притока средств от нерезидентов, причём в основном не на рынок акций, а в долговой сектор.

- В-третьих, исходя из наших ожиданий по динамике курса рубля и уровня ликвидности, мы полагаем, что состояние макроэкономической конъюнктуры окажет положительное влияние на внутренние рынки.

- В-четвёртых, процесс глобализации, несомненно, способствует сужению спрэдов бумаг развивающихся стран и индустриально развитыми державами. Эволюционный характер сближения региональных рынков ведёт к поступательному росту суверенного рейтинга России.

Прогнозируемое нами снижение доходностей и по рублёвым и по валютным государственным облигациям делает рынок привлекательным для покупок на текущих уровнях. Эмитентам не следует торопиться с выпуском облигаций, если нет жёсткой потребности в ресурсах. Лучше максимально использовать краткосрочные альтернативные источники для финансирования текущих расходов.

© 2005, Ханты-Мансийский Банк

Данный обзор подготовлен на основе собственного мнения специалистов Ханты-Мансийского Банка. Ни при каких обстоятельствах данный обзор не может являться рекламой или предложением купить или продать какие-либо финансовые инструменты. Содержащаяся в настоящем отчёте информация была собрана из источников, которые Ханты-Мансийский Банк считает надёжными. Тем не менее, мы не гарантируем её точность и полноту. Все мнения и оценки, содержащиеся в настоящем материале, отражают наше мнение на дату публикации и подлежат изменению без предупреждения. Ханты-Мансийский Банк, его представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, полученный третьими лицами в результате использования информации, изложенной в настоящем документе. Цитирование информации содержащейся в отчёте допускается только с разрешения Банка.